

# 泵类龙头 搭混动东风再启航

——湘油泵（603319.SH）

汽车/汽车零部件



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

**公司基本盘泵类业务稳固，增量业务变速箱泵搭上混动东风空间可期，叠加公司在 EPS 领域实现突破的可能性，能够支撑公司业绩实现稳定、持续增长。**

湘油泵是国内机油泵领域的绝对龙头，柴油机机油泵市占率约 40%，汽油机油泵市占率约 10%。公司坚持以泵类产品为核心，打造机-电-智能技术平台公司。

- ◆ 股权结构清晰稳定，母子公司业务相辅相成；
- ◆ 客户结构迈入高端，乘用车客户开拓顺利；
- ◆ 财务表现良好，盈利能力领先行业：公司毛利和净利 2020Q3 分别达 28% 和 13.8%，显著高于行业平均的 18.5% 和 4.6%；

◆ 深度参与行业标准，构筑专利技术壁垒。

**基本盘看主业：泵类产品迈向“机电智一体化”。**公司立足于传统机械泵产品，叠加电机生产能力实现产品电动化，再辅以 ECU 等智能控制单元，使产品逐步迈向“机电智一体化”，形成了稳定且前瞻的产品布局。

- ◆ **机油泵：主业盈利能力强，实力构筑护城河。**技术上，变排量泵、电子泵等新方向技术领先，是国内首家拥有可变排量泵自主技术，并实现合资品牌供给的国内企业；盈利能力强，客户结构、规模效应等方面体现优势；增长空间上，单价提升、产能扩张、市场景气图回升助推业绩持续高增长。此外，募资新项目建成后可每年可新增贡献约 1.3 亿营收和 1400 万净利润。
- ◆ **水泵：布局热管理模块，电子水泵潜力可期。**
- ◆ **电机+智能：打造机-电-智技术平台，助力公司行稳致远。**电机业务随公司产品逐步向电动化转型，有望实现稳步增长；智能业务一方面为传统泵类产品供应智能控制器，另一方面整合了易力达在 EPS 领域的领先优势。随着国产技术水平提升及车企降本增效的需求，公司 EPS 有望随国产替代逻辑实现突破，公司拥有 150 万/年的 EPS 产能，50% 产能利用率即可贡献 4.5 亿营收，会是公司业务的巨大潜在增量。

**增量看延展：变速箱油泵上量迅速，搭上混动东风。**公司拥有成熟的变速箱泵技术，变速箱油泵上量迅速，2020H1 营收同比增速 133.4%。此外公司募资新项目建成后，预计每年可贡献约 1.5 亿营收和 1600 万净利润。若考虑到混动变速箱油泵的高价值，单价可能上浮至 300 元，每年可贡献约 3 亿营收和 3200 万净利润。

除了看好公司在传统燃油车变速箱领域的渗透率提升，我们更看好的是公司与丰田（新能源）的合作价值，即公司在混动变速箱油泵领域的扩张潜力。

- ◆ **为什么看好混动市场的增长？**因为政策推动且技术可行。政策助力：根据路线图 2.0，仅考虑国内市场，预计 2025 和 2035 年混动车型的销量预计将达 980 万辆和 1600 万辆；技术可行：技术成熟+价格不高+无需充电，使得混合动力汽车在节能减排领域的实用性价值凸显。
- ◆ **为什么看好公司在混动变速器领域的成长性？**因为看好企业与业内龙头丰田（新能源）和爱信精机的合作前景。一方面，丰田开放混动技术，扩大混动朋友圈；另一方面，丰田、爱信精机都在加大新能源投入、扩张产能。进入丰田、爱信供应体系意味着进入丰田全球供应链，对未来公司独立开拓新客户是极好的背书。

评级

买入（首次）

2020 年 11 月 16 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

袁逸璞

研究助理

yuanyipu@shgsec.com

## 交易数据

时间 2020.11.16

总市值/流通市值（亿元）	45.13/45.13
总股本（万股）	10,490.16
资产负债率（%）	53.78
每股净资产（元）	8.61
收盘价（元）	43.02
一年内最低价/最高价（元）	14.95/43.77

## 公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

**投资建议：**

我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 13.09 亿元、16.32 亿元和 20.33 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.7 亿元、2.24 亿元和 2.7 亿元，每股收益分别为 1.62 元、2.14 元和 2.58 元，对应 PE 分别为 26.48X、20.11X 和 16.69X。

公司基本盘业务机油泵产品能够稳健增长的确切性较强，能够为业绩上行提供支撑。另一方面，公司在变速箱油泵与电机类产品的高成长预期值得期待，再叠加公司在 EPS 领域实现突破的可能性，各项业务预计将持续支撑公司快速成长。2021 年，我们给予公司 30 倍估值，目标价格 64.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**

疫情控制不及预期，客户拓展进度不及预期，混动及新能源车增长不及预期，行业竞争加剧的风险。

**财务指标预测**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	904.36	1,001.63	1,309.43	1,631.65	2,032.70
增长率 (%)	0.11	0.11	0.31	0.25	0.25
归母净利润 (百万元)	97.11	93.12	170.46	224.42	270.46
增长率 (%)	(0.12)	(0.04)	0.83	0.32	0.21
净资产收益率 (%)	0.13	0.12	0.18	0.21	0.21
每股收益(元)	1.20	0.90	1.62	2.14	2.58
PE	35.85	47.80	26.48	20.11	16.69
PB	4.64	5.63	4.78	4.14	3.56

资料来源：公司财报、申港证券研究所

## 内容目录

1. 深耕泵业 铸就老牌龙头.....	4
2. 基本盘看主业：泵类产品迈向“机电智一体化”.....	7
2.1 机油泵：主业盈利能力强 实力构筑护城河.....	8
2.2 水泵：布局热管理模块 电子水泵潜力可期.....	9
2.3 电机+智能：打造机-电-智技术平台 助力公司行稳致远.....	10
3. 增量看延展：变速箱油泵上量迅速 搭上混动东风.....	12
3.1 上量迅速 加速扩张产能.....	12
3.2 搭上混动东风 空间可期.....	13
4. 盈利预测与估值.....	14
4.1 关键假设.....	14
4.2 可比公司估值.....	15
4.3 盈利预测.....	15
5. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1： 公司发展历程.....	4
图 2： 公司股权结构及子公司业务.....	5
图 3： 公司关键客户.....	5
图 4： 公司营收及增速.....	6
图 5： 公司归母净利润及增速.....	6
图 6： 公司营收及增速.....	6
图 7： 公司归母净利润及增速.....	6
图 8： 2015-2019 年各版块营收变化（单位：亿元）.....	7
图 9： 2019 年公司业务结构.....	7
图 10： 公司机油泵类产品技术发展路线.....	8
图 11： 公司历年产能及产能利用率.....	9
图 12： 公司水泵类产品技术发展路线.....	10
图 13： 公司部分智能控制产品.....	12
图 14： 公司部分变速箱泵产品.....	12
表 1： 近年来公司通过的外资厂家认证内容.....	6
表 2： 公司负责、参与制修订的行业标准.....	7
表 3： 公司授权专利分布.....	7
表 4： 公司部分电机产品.....	11
表 5： 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中关于油耗及混动车型相关规划.....	13
表 6： 在售混合动力车型对比.....	13
表 7： 可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.11.16）.....	15
表 8： 公司盈利预测表.....	17

## 1. 深耕泵业 铸就老牌龙头

湘油泵是国内机油泵领域的绝对龙头，柴油机机油泵市占率约 40%，汽油机机油泵市占率约 10%。

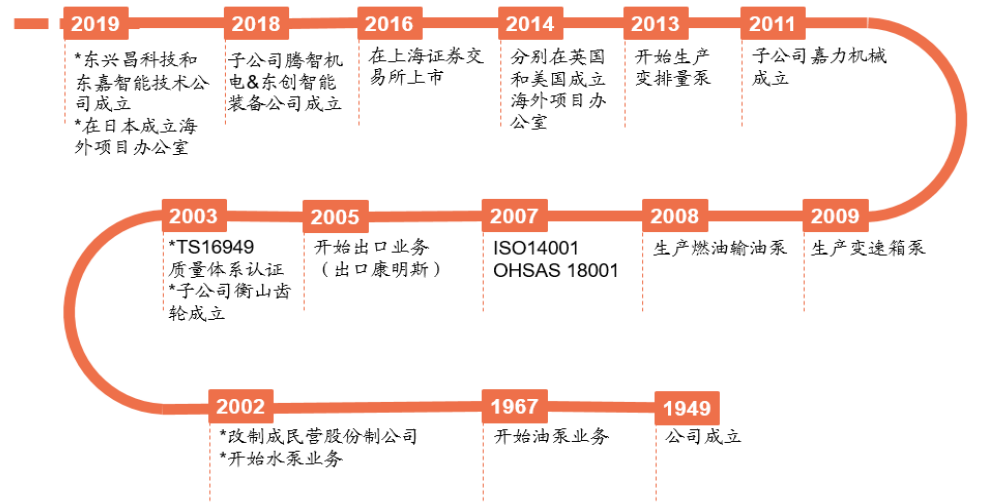
自 2002 年改制成民营股份制公司后，已逐步发展成为我国发动机泵类产品专业生产企业的领军者，是全国机油泵行业标准的主编单位、全国冷却水泵/机油泵分会理事长单位，也是中国内燃机工业协会确认的“中国内燃机工业排头兵企业”。

2005 年，公司凭借过硬技术，成功进入康明斯供应体系，拉开了产品出口的序幕，并持续开拓了道依茨、斯堪尼亚、卡特彼勒等国际知名客户。

2016 年上市后，公司坚持汽车行业泵类产品为核心，并紧跟时代技术发展步伐，致力于打造机-电-智能技术平台公司，通过投资并购，逐步开启了稳健多元的发展之路。

截止目前，公司已经形成了以机油泵、变速箱泵、水泵、燃油输油泵为主，铝铸件及机加工、精密齿轮与减速机、电子控制器及智能系统、电机及驱动系统等为辅的多元产品结构。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申港证券研究所

股权结构清晰稳定，母子公司业务相辅相成。公司董事长许仲秋是公司实际控制人，与其女许文慧两者合计持股 29.25%，且两者为一致行动人。许仲秋、刘光明、周勇等核心高管在公司长期在公司任职，利于公司行稳致远。公司旗下拥有衡山齿轮、嘉力机械和腾智智能三家全资子公司，东创智能（70%）和东兴昌科技（51%）两家合资子公司，以及东嘉智能（40%）一家参股公司。各子公司业务与母公司相辅相成、互为依托：新设的东兴昌科技开辟了电机及驱动系统生产业务，为公司“机电智能一体化”规划提供保障；参股公司东嘉智能是与株洲易力达合作成立，专注电子控制器及智能系统，其核心产品 EPS（电子助力转向系统）制造能力国内领先，国产替代潜力值得期待。

图2：公司总部及子公司业务



资料来源：公司公告，申港证券研究所

客户结构迈入高端，乘用车客户开拓顺利。自2005年进入康明斯供应体系后，公司客户结构逐步向高端迈进，柴油机机油泵已经进入康明斯、卡特彼勒、斯堪尼亚等合资大厂，在国内也拥有玉柴、潍柴、重汽等稳定优质的客户群体。近年来，通过汽油机油泵、变速箱泵、水泵等产品乘用车产品，成功打入日产、福特、雷诺、丰田、长安、上汽、吉利、长城等国内外主流乘用车企业。2019年以来，公司陆续通过了大众、福特等外资企业的供应商准入审查，为持续开拓客户打下坚实基础。

图3：公司关键客户



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

表1: 近年来公司通过的外资厂家认证内容

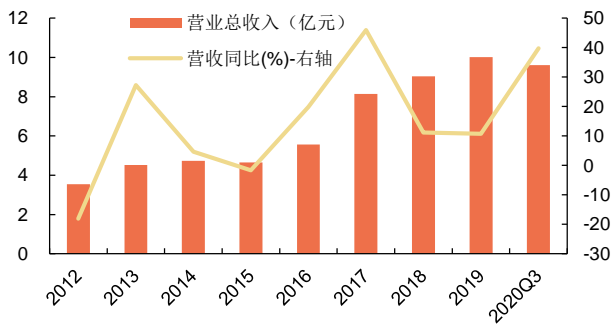
项次	时间	认证内容
1	2019年6月	通过大众的过程审核
2	2019年7月	通过福特的潜在供应商审核
3	2019年12月	通过全球通用的技术审核及潜在供应商审核

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

财务表现良好, 盈利能力领先行业。对外, 公司凭借过硬技术陆续开拓高端新客户、拓展新业务; 对内, 公司通过精益生产及管理提升, 改善经营状况, 三费稳中有降。

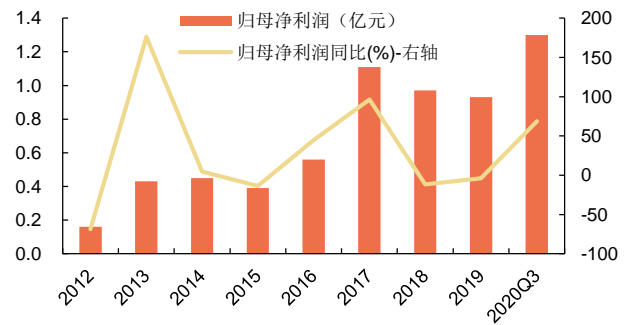
- ◆ **营收增长迅速。**2012-2016年, 公司营收 CAGR 达 16%, 2020 前三季度得益于商用车市场的火热及电机等新业务快速放量, 营收达 9.6 亿元, 同比增长 39.8%, 同期归母净利润达 1.3 亿元, 同比增长 68.6%;
- ◆ **盈利能力领先。**公司销售毛利率及净利率持续显著高于行业平均水平, 2020Q3 分别达 28.0% 和 13.8%, 显著高于行业平均的 18.5% 和 4.6%。我们认为主要原因是公司海外产品的高毛利水平、规模化效应和日渐提升的精益生产水平。
- ◆ **三费稳中有降。**公司三费总体稳中有降, 研发支出稳定, 2020Q3 财务费用上涨则是由于计入当期损益的利息支出增加所致。

图4: 公司营收及增速



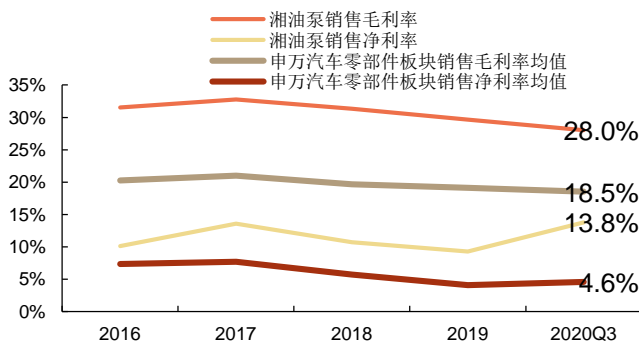
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图5: 公司归母净利润及增速



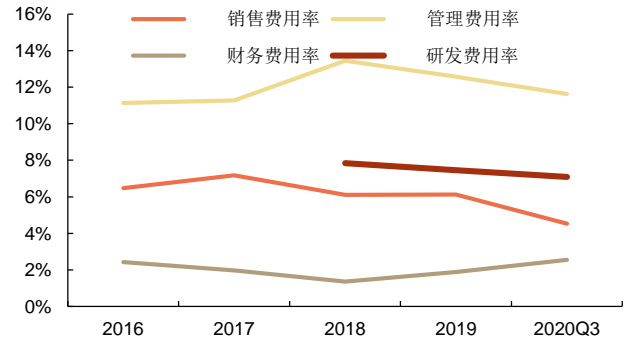
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图6: 公司营收及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图7: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

深度参与行业标准，构筑专利技术壁垒。公司作为行业龙头深度参与各项行业标准制订，推动行业进步。并依托强大的研发实力，积累了丰富的专利资源。

表2：公司负责、参与制修订的行业标准

标准号	标准名称	时间	HOP 责任
JB/T 8413.1-2010	内燃机 机油泵 第1部分：总成 技术条件	2010年颁布	第一起草人
JB/T 8413.2-2010	内燃机 机油泵 第2部分：总成 试验方法	2010年颁布	第一起草人
JB/T 8413.7-2015	内燃机 机油泵 第7部分：总成 产品可靠性考核方法	2015年颁布	参与者
JB/T 8126.8-2017	内燃机 冷却水泵 第8部分：变量冷却水泵	2017年颁布	参与者
JB/T 8126.9-2017	内燃机 冷却水泵 第9部分：电动冷却水泵	2017年颁布	参与者
JB/T 13326-2018	再制造内燃机 机油泵工艺规范	2018年颁布	参与者
JB/T 8413.8-2019	内燃机 机油泵 第8部分：变排量机油泵	2019年颁布	第一起草人
JB/T 8413.9-2019	内燃机 机油泵 第9部分：电控机油泵	2019年颁布	第一起草人
JB/T 413.10-2019	内燃机 机油泵 第10部分：电动机油泵	2019年颁布	第一起草人
JB/T 8413.11-2019	内燃机 机油泵 第11部分：变速器机油泵	2019年颁布	第一起草人

资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

表3：公司授权专利分布

类型	发明专利	实用型 专利
定量机油泵	14	135
变排量机油泵	15	55
水泵	4	53
变速箱油泵	1	17
齿轮减速机	2	3
小计	36	263
总计		299

资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

## 2. 基本盘看主业：泵类产品迈向“机电智一体化”

公司目前形成了以柴油机机油泵、汽油机机油泵、变速箱泵、水泵、减速机、电机产品为主，辅以其他铝铸件及机加工、智能控制系统的产品结构。公司立足于传统机械泵产品，叠加电机生产能力实现产品电动化，再辅以 ECU 等智能控制单元，使产品逐步迈向“机电智一体化”。

图8：2015-2019年各版块营收变化（单位：亿元）

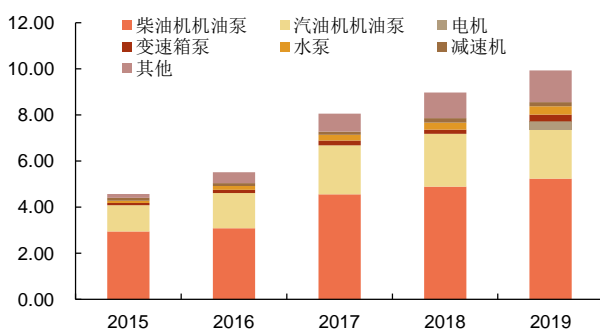
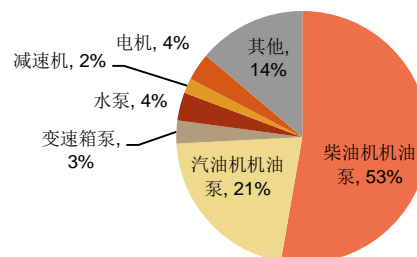


图9：2019年公司业务结构



## 2.1 机油泵: 主业盈利能力强 实力构筑护城河

机油泵产品是公司基本盘, 包含柴油机机油泵和汽油机机油泵两大类, 贡献了 70% 以上的营收和利润。机油泵以各类商用车、工程机械、发电机组、船舶动力等柴油发动机、以及乘用车等汽油发动机为主要应用领域, 其 OEM 终端市场发展决定了行业需求变化。从规模、产销量来讲, 公司均居于国内机油泵类行业前列。

- ◆ **柴油机机油泵:** 市占率 40%, 19 年贡献 53% 的营收。主要供应中重卡及工程机械用发动机组。柴油机机油泵受益于商用车和工程机械的快速发展, 以及毛利较高的海外市场份额稳步提升。
- ◆ **汽油机机油泵:** 市占率约 10%, 19 年贡献 21% 的营收。主要供应乘用车汽油发动机。汽油机机油泵增长主要看公司产品渗透率的提升及变排量泵技术带来的单价提升。

**看技术: 变排量泵、电子泵等新方向技术领先。**随着汽车产品节能要求提升, 机油泵产品逐步由传统的“机械+定量”的结构向“电子+变排量”的结构方向发展, 公司一头公司产品也逐步向“节能化、集成模块化、轻量化”方向发展, 公司在发动机冷却润滑模块技术、可变排量泵和中大马力泵类产品领域积累了丰富的经验, 也是国内首家拥有可变排量泵自主技术, 并实现合资品牌供给的国内企业。

图10: 公司机油泵类产品技术发展路线



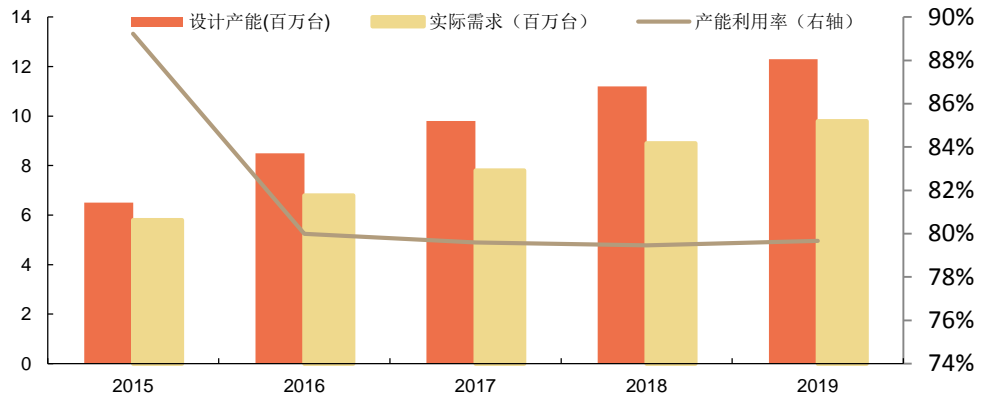
资料来源: 公司公告, 公司官网, 申港证券研究所

**看利润: 客户结构、规模效应等方面体现优势。**柴油机机油泵方面, 公司作为行业龙头深度绑定了一众优质客户, 涵盖玉柴、上柴、重汽等国内龙头及康明斯、卡特彼勒、约翰迪尔等国际知名客户。汽油机机油泵方面, 公司深度客户涵盖长安、上汽、日产、雷诺、PSA 等客户。由于柴油泵销量海外占比持续提升及规模化效应, 公司盈利能力显著高于行业平均, 2017-2019 年柴油泵产品平均毛利率达 36.6%, 汽油泵也达约 25%。

**看空间：单价提升、产能扩张、市场景气回升助推业绩持续高增长。**得益于技术进步和产品升级，公司柴油泵产品单价逐年提升，已经从2015年的185元提升至232元，汽油泵则由71元提升至109元；从产能及利用率看，公司产能利用率持续维持在80%以上。到2019年底，公司柴油机产能260万套/年，汽油机机油泵产能240万套/年，合计约500万套/年，而通过优化产线，目前公司油泵产能已经提升至670万套/年，产能提升34%，叠加市场持续回暖，能够支撑公司业绩稳定持续向好。

此外，公司2020年4月发布的“节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造”募投项目，计划新增变排量汽油机机油泵产能66万台/年，产品全部用于欧VI（国VI）系列乘用车发动机，新增意向客户包括新增客户：雷诺、日产、福特。项目完全达产后，每年可贡献约1.3亿营收和1400万净利润。

图11：公司历年产能及产能利用率



资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

## 2.2 水泵：布局热管理模块 电子水泵潜力可期

水泵是汽车冷却系统的重要组成部分，除了在内燃机上应用，在电动汽车热管理模块的应用前景也值得期待。

**看技术：着眼未来，布局热管理模块。**公司前期在机械水泵领域已经有成熟产品供给康明斯、卡特彼勒等客户，随着技术进步已经成功研发电动水泵产品。此外，随着公司开发用于新能源车的热管理系统的电子水泵（EWP），为纯电动车、混合动力车的三电系统提供流量持续可调的冷却液持续可靠供应。产品的电压为12V、24V、48V及380V/420V，功率范围为60W-1500W，分别应用于乘用车、商用车、新能源汽车及氢燃料电池。

图12：公司水泵类产品技术发展路线图



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

**看利润：产能利用率不高，利润提升仍有空间。**由于看好水泵业务前景，公司设计水泵产能约为 40 万台，2019 年实现销量 14.4 万台，产能利用率不高，仅为 36%。即便如此，得益于水泵产品单值提升，2019 年水泵营收同比增长 15.6%，水泵毛利率提升 14.4 个 pct 达 34.6%。我们认为，随着水泵产能利用率提升，毛利仍有一定的改善空间。

**看空间：热管理水泵潜在需求值得期待。**电子水泵单价约为 200-300 元，除了供给高端和涡轮增压车型之外，也是新能源车必备。在新能源车上，水泵主要用于热管理领域，仅考虑国内新能源车 2021 年预计 150 万台的销量，电子水泵市场空间约为 6-9 亿元，且到 2025 年拥有年均 31.9% 的复合增速，作为泵类龙头，公司有望在这一领域凭借规模及价格优势，与行业龙头三花智控和西泵股份开展竞争。

### 2.3 电机+智能：打造机-电-智技术平台 助力公司行稳致远

公司未来定位成为机-电-智能技术平台公司，围绕传统机械类产品，叠加电机及智能控制系统，将公司未来产品研究方向电动油泵、电动水泵、电动真空泵、自动驾驶等方向延展。

**电机方向：**公司成立东兴昌科技（深圳）有限公司，专门从事电机的研发、制造和销售。公司技术基础扎实，其电机产品涵盖了功率从 18W-1500W 的各品类直流无刷电机，已形成超低噪音、高效率、高性能直流无刷电机的批量供货能力。在实现湘油泵集团内部自主配套、同步开发电子泵类产品外，公司也同时为日本松下、法国 SEB 集团、英国 Powakaddy、美国 CISCO、以色列 Roboteam 等国内外客户提供配套服务。2020H1，公司电机产品收入已达 8100 万元，占公司营收比重已达到 14%，成为公司增长最迅速的板块之一。我们认为，随着行业及公司产品逐步向电动化转型，电机业务有望实现持续稳步增长。

**表4：公司部分电机产品**

电机种类	电机系列	转速范围 (RPM)	功率范围 (Watt)	用途	
无刷电机	B26-B85	1000-30000	5-1200	吹风机、电风扇脸部按摩仪、剪枝机、电钻机、电动扳手、按摩椅等	
AC 感应电机	M80/M94/M144	300-3000	20-350	水泵、风机、抽油烟机、换气扇等	
AC 串激电机	M54-M95	5000-20000	70-2000	榨汁机、碎纸机、搅拌机、咖啡机、食物处理器、气泵风筒等	
DC 有刷电机	D29-D61	100-8000	10-300	水泵、按摩椅、抽油机等	

资料来源：公司公告、公司官网，申港证券研究所

**智能控制：**公司与株洲易力达机电有限公司合资成立东嘉智能科技有限公司，专业从事智能控制系统研发、生产及销售，借助株洲易力达机电有限公司长期以来在汽车控制系统（ECU）及传感器方面的技术领先优势，从而完善了公司在新能源汽车电动化产品及智能驾驶（执行层控制系统）的产业布局。主要开展两项工作：

- ◆ **为传统泵类产品开发智能控制器：**公司电子油泵、电子水泵控制器产品系列基本形成，完善了机电一体化能力。
- ◆ **整合易力达公司在 EPS 领域的领先优势：**东嘉智能依托株洲易力达的技术储备，在汽车电动助力转向系统（EPS）控制技术处于国内领先水平，拥有 EPS 专有研究能力，现有发明专利 32 项。易力达公司早期已经实现对长安、东风、北汽的供货，并进入 PSA 和大众供应体系。**EPS 系统单车价值超过 1500 元，根据中汽协转向器分会数据，2018 年国内市场规模约为 330 亿元。**目前，国内高端客户基本由博世、耐世特、NSK 等外资品牌掌控，以易力达、恒隆、豫北转向为代表的国产品牌主要供应中低端市场。**随着国产技术水平提升及车企降本增效的需求，公司 EPS 有望随国产替代逻辑实现突破，公司拥有 150 万/年的 EPS 产能，50%产能利用率即可贡献 4.5 亿营收，会是公司业务的巨大潜在增量。**

图13：公司部分智能控制产品



资料来源：公司官网，公司公告，申港证券研究所

**智能制造：**子公司东创智能主要为制造业客户提供自动化制造装备及相关信息与技术服务。自动化设备制造是公司智能制造领域的前瞻探索，足见公司管理层的前瞻眼光，其意义在于将公司成熟的生产技术与工艺整合成“可复制”的模块化产品，类似于整车企业的平台化概念，便于公司在需要时迅速扩张产能。

此外，公司在轻量化铝压铸件、真空泵、减速机等领域也有布局，总体上都围绕“机-电-智一体化”的理念，产品结构上各分子公司相辅相成，形成了稳定且前瞻的格局。

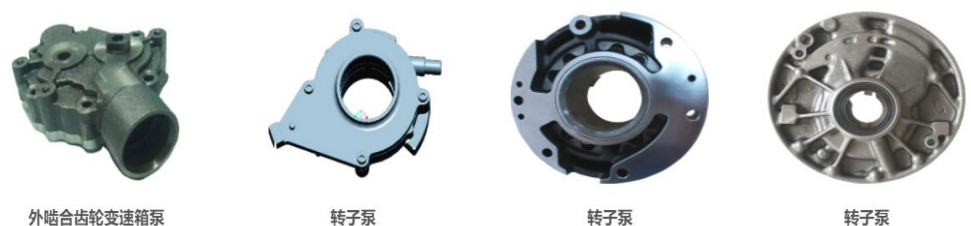
### 3. 增量看延展：变速箱油泵上量迅速 搭上混动东风

#### 3.1 上量迅速 加速扩张产能

公司目前已经开发了适用于 DCT、AT、CVT 等各种类型自动变速箱的变速箱油泵，拥有 8 项专利技术，并已实现转子式、外啮合齿轮式、双作用叶片式、月牙形摆线齿轮式变速箱油泵以及配套的上、下阀板的大批量生产能力。

目前，公司自动变速箱油泵产品已拥有丰田汽车（新能源）、法国标致雪铁龙、沃尔沃、一汽、上汽、长安青山、吉利汽车、长城汽车、盛瑞传动、双特等国内外知名的客户。其中，公司为盛瑞传动配套生产的 8AT 自动变速箱泵通过创新结构设计，技术处于国际先进水平，项目曾荣获“国家科技进步一等奖”。

图14：公司部分变速箱泵产品



资料来源：公司官网，申港证券研究所

变速箱油泵上量迅速，2020H1 营收同比增速 133.4%。2019 年公司变速箱油泵销量超过 30 万台，同比增长超 41%，营收同比增长超 62%，远高于公司其他板块及行业整体增速。2020H1，变速箱泵维持快速上量的节奏，营收同比增长达 133.4%，特别是公司已经与部分企业如长安青山等形成了数量可观且稳定的供货关系。

发布募投项目，加速扩张产能。公司 2020 年 4 月发布“节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造”的募投项目，其中重点项目包括 100 万台/年先进变速箱油泵项目，变速箱油泵可装配于电动和混动新能源汽车的变速箱，目标客户包括雪铁龙、长安汽车、丰田和爱信精机。项目完全达产后，预计每年可贡献约 1.5 亿营收和 1600 万净利润。若考虑到混动变速箱油泵的高价值，单价可能上浮至 300 元，每年可贡献约 3 亿营收和 3200 万净利润。

### 3.2 搭上混动东风 空间可期

除了看好公司在传统燃油车变速箱领域的渗透率提升，我们更看好的是公司与丰田（新能源）的合作价值，即公司在混动变速箱油泵领域的扩张潜力。

我们为什么看好混动市场的增长？简单来讲是政策推动且技术可行。

- ◆ **看政策：政策助力，混动车型市场空间巨大。**在日益加严的节能降耗要求和双积分法规要求下，根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划，混动新车占传统能源乘用车的比重在 2025 年达 50%，2035 年达 100%。若以目前相对保守的汽车市场销量预期，仅国内市场 2025 和 2035 年混动车型的销量预计将达 980 万辆和 1600 万辆，考虑到 2019 年国内混动车型销量仅 20 余万辆，占比约 1%，可见混动车型市场空间十分可观。

表5：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中关于油耗及混动车型相关规划

	2025 年	2030 年	2035 年
乘用车(含新能源)新车油耗	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
传统能源乘用车新车平均油耗	5.6L/100km	4.8L/100km	4L/100km
混合动力乘用车新车平均油耗	5.3L/100km	4.5L/100km	4L/100km
混动新车占传统能源乘用车比例	50%以上	75%以上	100%(传统新车全部混动化)

资料来源：节能与新能源汽车技术路线图 2.0，申港证券研究所

- ◆ **看技术：技术成熟+价格不高+无需充电，使得混合动力汽车在节能减排领域的实用性价值凸显。**同等配置下，混合动力汽车在单价上涨不大的情况下，实现了油耗的显著下降，尤其是在市区工况下。加之其使用习惯与燃油车完全一致，没有纯电动汽车里程焦虑，受到了消费者的欢迎。早期混动车型价格偏高，但随着技术进步价格逐步下探，以目前在售的一汽丰田卡罗拉为例，混动版本价格提升了约 1.6 万元，百公里油耗降低了 1.4L，且随着规模化效应，两者价差有望进一步缩小。目前主流技术有丰田的 THS 和本田的 i-MMD，两者都已有量产车型，此外通用、日产、比亚迪、吉利也已有混动车型推出。

表6：在售混合动力车型对比

车型	是否混动	型号	价格(万)	价差	油耗(L/100km)	油耗差
一汽丰田 卡罗拉	混动	2021 款双擎 E-CVT 精英版	1.8L 14.08	1.6	4.1	1.4

车型	是否混动	型号	价格 (万)	价差	油耗 (L/100km)	油耗差
	非混动	2021 款 1.2T S-CVT 精英版	12.48		5.5	
广汽丰田 威兰达	混动	2020 款 双擎 2.5L E-CVT 两驱豪华版	22.78	3	4.6	1.3
	非混动	2020 款 2.0L CVT 两驱豪华版	19.78		5.9	
广汽本田 雅阁	混动	2018 款 260TURBO 豪华版	21.98	2	4.2	1.8
	非混动	2018 款 锐·混动 2.0L 锐领版	19.98		6	

资料来源：汽车之家，申港证券研究所

我们为什么看好公司在混动变速器领域的成长性？最核心的是看好公司与混动领域领军企业丰田（新能源）和爱信精机的合作前景。

- ◆ **丰田开放混动技术，扩大朋友圈。**2019 年，丰田宣布将在 2030 年前无偿提供丰田目前持有的约 23740 项混合动力汽车技术专利；2019 年，丰田将混动技术出售给科力远，吉利获得了技术的授权；2020 年 10 月，丰田决定向广汽集团提供“汽油-电动”混合动力技术系统，这也是丰田首次向海外企业提供核心的混合动力技术，协助广汽推出的混合动力产品将于 2021 年推出。
- ◆ **丰田自身加大新能源投入。**丰田在中国的两家合资公司，分别发布了新能源工厂的建设计划，均计划于 2022 年建成投产。其中一汽丰田新能源工厂新增新能源与节能车产能 20 万辆，广汽丰田新增第四、第五工厂新能源与节能车合计产能 40 万辆。
- ◆ **爱信精机扩大变速箱产能，随爱信供应新客户。**爱信精机是丰田旗下的变速箱企业，是变速箱油泵的直接使用方。2018 年以来，爱信分别与广汽和吉利成立变速箱公司，扩张产能，按规划到 2020 年底，中国地区产能将扩张至 240 万台/年。由于爱信在变速箱领域的领先地位，其产品长期处于供不应求的状态，公司变速箱油泵供给爱信，也意味着同时进入了更多相关乘用车企的供应体系。

总的来说，进入丰田、爱信供应体系意味着进入丰田全球供应链，也意味着打入其他车企供应链，对未来公司独立开拓新客户是极好的背书。长远看，仅考虑爱信中国地区产能，若公司作为主力水泵供应商能够供应 70% 产品，仅爱信一家即可为公司贡献 5 亿营收和 5500 万净利润。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 关键假设

在机油泵领域，公司增速与行业景气度相关度较高，在新兴业务领域，我们看好变速箱油泵及电机类产品的快速上量的预期。基于上述事实我们假设如下：

- ◆ **柴油机机油泵：**考虑到 2020 年中重卡及工程机械领域的高增长，以及国内基建需求的持续旺盛，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为 +30%，+20%，+10%。
- ◆ **汽油机机油泵：**考虑到乘用车销量的恢复有望延续至 2021 年年中，结合公司公

告已经取得的吉利汽车的订单情况，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为 +10%，+15%，+18%。

- ◆ 水泵：我们预计板块表现相对稳健，提升主要来源于电动水泵单值的提升以及热管理板块的增量，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为+30%，+25%，+15%。
- ◆ 变速箱泵：我们看好变速箱泵随混动技术推广的成长性，同时考虑到公司与长安汽车合作的既有产能，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为+80%，+80%，+80%。
- ◆ 电机：板块随产品加速电动化有望持续高增长，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为：+100%，+80%，+60%。
- ◆ 其他板块：我们预测板块 2020-2022 年基础增速分别为+10%，+15%，+15%，最大增量来源于潜在的 EPS 业务突破，EPS 业务预计 2021-2022 年带来的弹性增速有+20%，+25%。

## 4.2 可比公司估值

公司业务领域相对多元，可比公司我们选取水泵领域的飞龙股份，热管理领域的银轮股份、三花智控，轻量化领域的旭升股份，以及和公司同处汽车零部件行业、当年业绩表现良好的伯特利、星宇股份进行比较分析。可比公司 21 年 PE 均值为 31 倍，最高值为 48 倍，最低值为 19 倍，湘油泵 PE 为 19 倍，估值显著偏低。

表7：可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.11.16）

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EPS		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
飞龙股份	6.02	30.14	31.50	27.31	24.20	0.88	1.07	1.23
银轮股份	11.64	92.20	23.63	18.85	15.21	0.49	0.61	0.75
三花智控	25.45	914.17	60.67	48.00	40.70	9.12	1.82	2.27
伯特利	40.30	164.65	35.49	27.66	22.57	1.10	1.42	1.73
星宇股份	195.68	540.38	54.50	43.17	34.98	3.67	4.63	5.72
旭升股份	21.70	67.00	53.82	40.09	30.53	0.70	0.94	1.24
均值			39.36	31.26	25.64	2.36	1.59	1.95
湘油泵	43.02	45.13	26.48	20.11	16.69	1.62	2.14	2.58

资料来源：Wind，申港证券研究所 注：除湘油泵、飞龙股份其他公司预测均来自 Wind 一致预测

## 4.3 盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 13.09 亿元、16.32 亿元和 20.33 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.70 亿元、2.24 亿元和 2.70 亿元，每股收益分别为 1.62 元、2.14 元和 2.58 元，为对应 PE 分别为 26.48X、20.11X 和 16.69X。

我们认为，公司基本盘业务机油泵产品能够稳健增长的确切性较强，能够为业绩上行提供支撑。另一方面，公司在变速箱油泵与电机类产品的高成长预期值得期待，再叠加公司在 EPS 领域实现突破的可能性，各项业务预计将持续支撑公司快速成长。**2021 年，我们给予公司 30 倍估值，目标价格 64.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

## 5. 风险提示

疫情控制不及预期，客户拓展进度不及预期，混动及新能源车增长不及预期，行业竞争加剧的风险。

表8: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	904.36	1001.63	1309.43	1631.65	2032.70	流动资产合计	679.95	964.08	1235.62	1384.02	1723.71						
营业成本	620.92	704.63	877.65	1084.57	1357.37	货币资金	114.69	153.71	200.94	250.39	311.93						
营业税金及附加	9.91	9.79	12.79	15.94	19.86	应收账款	278.26	344.51	552.02	563.25	701.70						
营业费用	49.01	55.18	72.14	89.89	111.99	其他应收款	2.82	5.62	73.45	91.53	114.02						
管理费用	44.99	45.66	59.69	74.38	92.66	预付款项	22.25	23.46	29.22	36.11	45.19						
研发费用	63.21	67.27	87.94	109.58	136.52	存货	195.89	251.31	314.96	364.50	456.18						
财务费用	11.26	16.79	13.89	13.98	14.89	其他流动资产	12.16	35.85	43.43	51.36	61.23						
资产减值损失	4.13	(3.74)	0.19	(1.78)	(0.79)	非流动资产合计	671.08	841.23	930.65	940.95	950.73						
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	134.12	142.00	142.00	142.00						
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	438.40	489.04	552.47	562.31	569.63						
营业利润	0.22	(3.04)	(1.41)	(1.41)	(1.41)	无形资产	95.27	60.62	58.84	57.11	55.43						
营业外收入	110.78	108.12	198.82	261.44	315.23	商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
营业外支出	0.04	0.80	0.42	0.61	0.51	其他非流动资产	43.43	18.00	43.21	53.84	67.08						
利润总额	0.74	0.39	0.56	0.47	0.52	资产总计	1351.03	1805.31	2166.27	2324.97	2674.44						
所得税	110.08	108.54	198.67	261.57	315.23	流动负债合计	415.77	822.65	942.81	904.62	1027.43						
净利润	13.00	15.46	28.30	37.27	44.91	短期借款	189.00	417.84	524.90	409.00	430.31						
少数股东损益	97.08	93.07	170.37	224.31	270.32	应付账款	175.72	261.32	283.00	349.73	437.69						
归属母公司净利润	(0.03)	(0.05)	(0.09)	(0.12)	(0.14)	预收款项	2.65	10.35	8.69	10.83	13.49						
EBITDA	97.11	93.12	170.46	224.42	270.46	一年内到期的非流动负债	18.86	57.16	57.16	57.16	57.16						
EPS (元)						非流动负债合计	184.35	169.65	169.33	169.33	169.33						
主要财务比率	1.20	0.90	1.62	2.14	2.58	长期借款	136.20	96.14	96.14	96.14	96.14						
						应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	负债合计	600.12	992.31	1112.13	1073.95	1196.76						
营业收入增长						少数股东权益	0.97	10.72	10.64	10.52	10.38						
营业利润增长	11.14%	10.76%	30.73%	24.61%	24.58%	实收资本 (或股本)	80.92	104.90	104.90	104.90	104.90						
归属于母公司净利润增长	-14.86%	-2.40%	83.88%	31.50%	20.58%	资本公积	202.38	191.01	191.01	191.01	191.01						
获利能力	-12.14%	-4.11%	83.05%	31.66%	20.51%	未分配利润	412.46	467.57	563.52	689.86	842.11						
毛利率 (%)						归属母公司股东权益合计	749.94	802.28	943.80	1090.51	1267.30						
净利率 (%)	31.34%	29.65%	32.97%	33.53%	33.22%	负债和所有者权益											
总资产净利润 (%)	10.73%	9.29%	13.01%	13.75%	13.30%	现金流量表											
ROE (%)	7.19%	5.16%	7.87%	9.65%	10.11%												
偿债能力	12.95%	11.61%	18.06%	20.58%	21.34%	经营活动现金流	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
资产负债率 (%)						净利润	140.92	180.56	(31.08)	277.54	170.97						
流动比率	44.42%	54.97%	53.82%	49.38%	48.36%	折旧摊销	97.08	93.07	170.37	224.31	270.32						
速动比率	1.64	1.17	1.31	1.53	1.68	财务费用	52.24	61.29	58.69	60.74	61.66						
营运能力	1.16	0.87	0.98	1.13	1.23	应付帐款减少	11.26	16.79	13.89	13.98	14.89						
总资产周转率						预收帐款增加	(6.13)	(66.25)	(207.51)	(11.23)	(138.45)						
应收账款周转率	0.73	0.63	0.68	0.77	0.87	投资活动现金流	0.77	7.70	(1.66)	2.14	2.66						
应付账款周转率	3.29	3.22	2.92	2.93	3.21	公允价值变动收益	(186.56)	(308.69)	14.42	(20.50)	(22.18)						
每股指标 (元)	4.94	4.58	4.81	5.16	5.16	长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
每股收益 (最新摊薄)						投资收益	0.00	(134.12)	(7.88)	0.00	0.00						
每股净现金流 (最新摊薄)	1.20	0.90	1.62	2.14	2.58	筹资活动现金流	0.22	(3.04)	(1.41)	(1.41)	(1.41)						
每股净资产 (最新摊薄)	0.61	0.32	0.45	0.47	0.59	应付债券增加	95.08	162.21	63.89	(207.60)	(87.24)						
估值比率	9.27	7.65	9.00	10.40	12.08	长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
P/E						普通股增加	136.20	(40.06)	0.00	0.00	0.00						
P/B	35.85	47.80	26.48	20.11	16.69	资本公积增加	0.00	23.98	0.00	0.00	0.00						
EV/EBITDA						现金净增加额											

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上